



VALORACIÓN ALMACENES ÉXITO S.A. (COLOMBIA)

Método de Flujo de Caja Descontado

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno: Mario González Sánchez
Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin

Santiago, Julio 2017

1. Tabla de Contenido

2.	Resumen Ejecutivo.....	3
3.	Metodología.....	4
3.1	Principales Métodos de Valoración.....	4
3.2	Método de Flujos de Caja Descontados	5
4.	Descripción de la Empresa e Industria.....	7
5.	Descripción del Financiamiento de la Empresa	23
6.	Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.....	25
7.	Estimación del Costo de la Deuda, Costo Patrimonial y del Costo de Capital de la Empresa.....	28
7.1	Costo de la Deuda (k_b).....	28
7.2	Beta de la Deuda (S_b).....	29
7.3	Beta de la Acción ($S_p^{C/D}$).....	29
7.4	Beta Patrimonial Sin Deuda ($S_p^{S/D}$).....	30
7.5	Beta Patrimonial Con deuda ($S_p^{C/D}$).....	31
7.6	Costo Patrimonial (k_p).....	33
7.7	Costo de Capital (k_0).....	33
8.	Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	34
9.	Proyección de EERR.....	40
10.	Proyección de Flujos de Caja Libre.....	51
11.	Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción.....	54
12.	Conclusiones	56

13. Anexos.....	57
14.1 Bibliografía y referencias utilizadas.....	57
14.2 Información de Respaldo.....	58

2. Resumen Ejecutivo

El presente documento contiene la valoración de la empresa Almacenes Éxito S.A. al 30 de septiembre de 2016, la cual fue desarrollada a través de la metodología denominada Flujo de Caja descontados (FCD). La mencionada metodología de valorización de empresas, está dentro de las más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración y corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración.

El objetivo de la aplicación de la metodología de Flujo de Caja Descontados, es fundamentalmente, estimar el valor de la empresa a la fecha antes señalada, y con esto, determinar el precio que debería valer la acción de la compañía a esa fecha, para que éste sea comprado con el valor de la acción en el mercado, y así, verificar si la empresa se encuentra subvalorada o sobrevalorada por el mismo.

Durante el desarrollo de la valorización por Flujo de Caja Descontados de Almacenes Éxito S.A., se abordan temáticas tales como descripción de la empresa y de la industria, descripción del financiamiento de la empresa, estructura de capital y el costo de capital de la misma, análisis operacional del su negocio y de la Industria, proyección del Estado de Resultados y del Flujo de Caja Libre de la sociedad.

3. Metodología

3.1 Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, múltiplos o comparables y flujos de caja descontados².

Nos concentraremos en adelante en el último método de valoración. El método de flujos de caja descontado es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

¹Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000.28p.

²Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

3.2 Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.³

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

³Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de

capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio

4. Descripción de la Empresa e Industria

Almacenes Éxito es la empresa líder en el mercado de supermercados e hipermercados de Colombia. Además, cuenta con operaciones en Brasil, Argentina y Uruguay.

La venta al detalle es el negocio principal del Grupo Éxito, representando la mayor parte de sus ingresos, proviniendo estos principalmente de ventas de electrodomésticos, de alimentos, textiles y mercancía en general. La estrategia del grupo es convertirse en un holding multi-nacional, multi-formato, multi-marca y multi-negocio abarcando la mayor cantidad de mercados y servicios.

A septiembre de 2016 Almacenes Éxito se mantiene como líder en Colombia con una participación de mercado de alrededor de un 40%. En total, Almacenes Éxito opera 2.518 almacenes que representan un total de 3.822.349 metros cuadrados, que incluyen todas las marcas que tiene el grupo en los 4 países en que opera.

Numero de Almacenes y área de ventas por país

Colombia

Marca	Almacenes	Área (m ²)
Éxito	254	621,278
Carulla	100	84,975
Surtimax	137	78,620
Super Inter	67	61,425
Total Colombia	558	846,298

Uruguay

Marca	Almacenes	Área (m ²)
Devoto	44	36,325
Disco	29	31,446
Geant	2	16,439
Total Uruguay	75	84,210

Brasil

Marca	Almacenes	Área (m ²)
Pao de Acucar	184	235,969
Extra hiper	134	788,893
Extra super	194	222,148
Minimercado Extra	208	53,231
Minuto Pao de Acucar	68	16,079
Assaí	100	396,862
Pontofrio	220	142,118
Casas Bahía	750	924,072
Total Brasil	1,858	2,779,372

Argentina

Marca	Almacenes	Área (m ²)
Libertad	15	110,594
Mini Libertad	12	1,875
Total Argentina	27	112,469

TOTAL	2,518	3,822,349
--------------	--------------	------------------

Considerando que el Almacenes Éxito participa en la Industria del comercio en 4 países de Sudamérica, se considerarán como competidores a empresas que participen en la misma Industria de estos países o en la mayoría de estos. En razón de lo anterior, se considerarán Cencosud y Falabella como competencia de Almacenes Éxito.

Cencosud es un gran conglomerado multi-nacional de comercio en América Latina que concentra sus actividades en Chile, Argentina, Brasil, Colombia y Perú, desarrollando una estrategia multi-marca y multi-formato, que considera rubros y productos similares a los ofrecidos por Almacenes Éxito.

Por su parte, Falabella realiza sus actividades a través de distintos rubros, entre los cuales se encuentra la venta por departamentos, supermercados y de mejoramiento del hogar, entre otras. Lo anterior, se desarrolla en Chile, Argentina, Colombia, Brasil y Perú, con lo cual abarca la mayoría de los países en los cuales tiene presencia Almacenes Éxito y al igual que esta última, mantiene una estrategia multi-nacional, multi-formato y multi-marca.

Si bien existen otros competidores fuertes en Colombia, estos no tienen mayor presencia internacional y no desarrollan estrategias tan parecidas como las empresas seleccionadas.

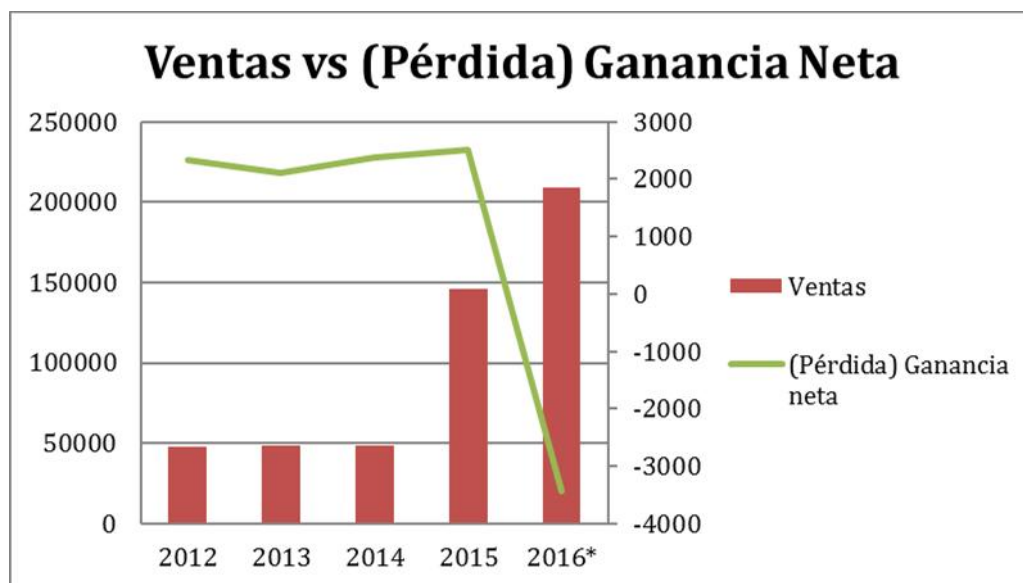
Cuadro: Composición del mercado Retail en Latinoamérica



Asimismo, al analizar la composición de la Industria Retail en Latinoamérica, se excluye como competidor a Walmart por abarcar muchos más mercados que Almacenes Éxito y a Carrefour por ser adquirida por Cencosud en Colombia, por lo cual no tiene participación en uno de los principales mercados en que participa Almacenes Éxito. Lo anterior, ratifica que las mejores opciones para considerar como competencia de Almacenes Éxito son Cencosud y Falabella.

Respecto de las ventas de Almacenes Éxito, cabe mencionar que estas han experimentado un crecimiento explosivo, derivado principalmente de la adquisición en septiembre de 2015 de la participación accionaria del 18,8% y 50% de las acciones de voto, consolidando el control de Grupo Pao de Azúcar (GPA) en Brasil, y el 100% de Libertad S.A. (Libertad) en Argentina. En razón de lo anterior, se considerará como base, para efectuar una eventual proyección del crecimiento de las ventas, el nivel de estas a septiembre de 2016, ya que representan la situación actual de la empresa, consolidando las adquisiciones efectuadas en septiembre de 2015.

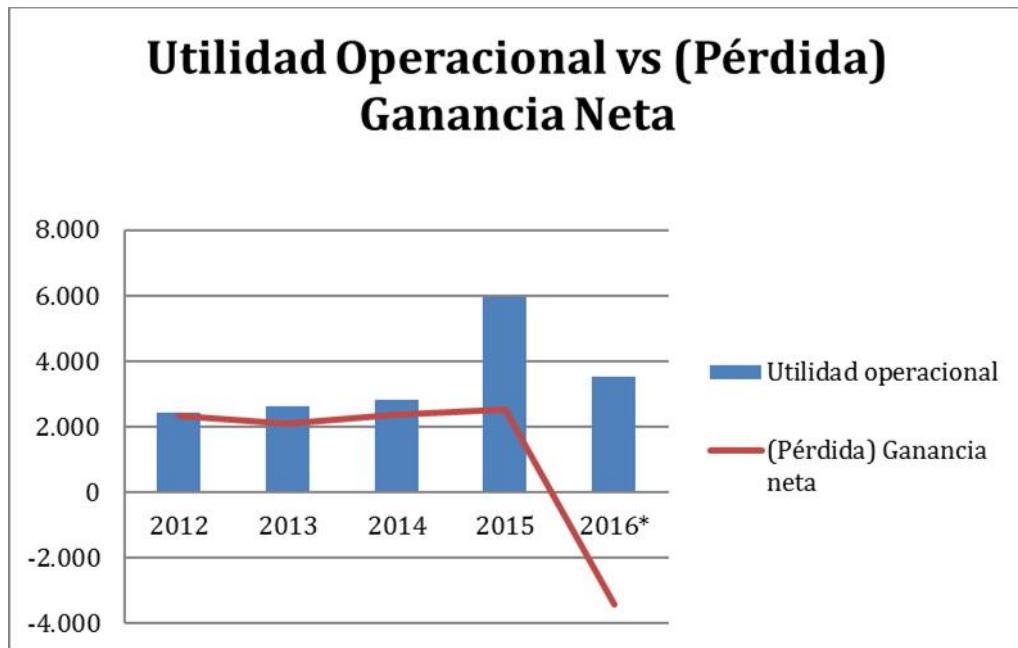
Gráfico: Evolución de Ventas y (Pérdida) Ganancia Neta (En millones de UVR)



A diferencia de las ventas, la utilidad neta se mantiene constante entre los años 2012 y 2015, no viéndose afectada por el aumento explosivo de las ventas después de la adquisición antes mencionada. Sin embargo, a septiembre de 2016 y a pesar de ser el período con mayores ventas de Almacenes Éxito, la empresa presenta pérdidas. Lo anterior, se explica por un aumento de los gastos en una proporción mayor al aumento experimentado en las ventas.

Al hacer la comparación entre la utilidad operacional y la utilidad neta, podemos ver que son las actividades no operacionales las que provocan la pérdida neta de Almacenes Éxito a septiembre de 2016, ya que si bien, la utilidad operacional baja en ese período debido al mayor aumento porcentual de los gastos en comparación con las ventas, son dichas actividades no operacionales las que finalmente provocan la pérdida.

Gráfico: Evolución de Utilidad Operacional y (Pérdida) Ganancia Neta (En millones de UVR)



Antecedentes de la Empresa

Cuadro: Antecedentes de la Empresa

	Observaciones
Razón Social	ALMACENES EXITO S.A.
Rut	890900608-9
Nemotécnico	ÉXITO
Industria	Comercial
Regulación	Control Exclusivo de la Superintendencia Financiera de Colombia

La acción ÉXITO tiene una presencia bursátil del 100%, por lo cual es una acción de alta liquidez y servirá para calcular de mejor manera el Beta de la acción, debido a que presenta una gran cantidad de transacciones diariamente, por lo mismo, es parte de los principales índices accionarios de Colombia, entre estos el Coleqty, que utilizaremos para calcular el Beta de la acción.

COLEQTY

El COLEQTY es un índice general que está compuesto por las 40 acciones con mejor función de selección de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), donde la participación de cada acción dentro del índice es determinada por el flotante (capitalización ajustada) de cada una de las especies. El criterio de selección está basado en una función de selección, donde el volumen pesa el 80%, la frecuencia el 15% y la rotación el 5%. La canasta vigente del índice COLEQTY al 30 de septiembre de 2016 es el siguiente:

NEMOTÉCNICO	PARTICIPACIÓN
PFBCOLOM	10,311%
GRUPOSURA	9,216%
ECOPETROL	7,791%
NUTRESA	7,090%
GRUPOARGOS	6,298%
BCOLOMBIA	5,770%
CEMARGOS	5,387%
PFAVAL	5,313%
PFGRUPSURA	4,608%
ISA	4,670%
EEB	4,378%
PFGRUPOARG	3,690%
CORFICOLCF	3,776%
EXITO	2,855%
PFDVVNDA	2,878%
BOGOTA	2,653%
PFCEMARGOS	2,531%
CLH	2,294%
CELSIA	1,662%
PROMIGAS	0,900%
PFAVH	0,905%
GRUPOAVAL	0,833%
OCCIDENTE	0,635%
TERPEL	0,495%
ODINSA	0,440%
CNEC	0,387%
PFCORFICOL	0,378%
CONCONCRET	0,326%
MINEROS	0,286%
GRUBOLIVAR	0,243%
ETB	0,222%
BVC	0,212%
ELCONDOR	0,177%
FABRICATO	0,090%
VALOREM	0,089%
BBVACOL	0,068%
PFCARPAK	0,054%
ENKA	0,053%
COLTEJER	0,031%
PAZRIO	0,004%

Este índice es el más parecido al IGPA de Chile y al igual que este último, es el que representa de mejor manera la heterogeneidad de los valores cotizados por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

A continuación se detallan las subsidiarias operativas colombianas y las principales subsidiarias operativas ubicadas en el exterior:

Distribuidora de Textiles y Confecciones S.A.

Su objeto social consiste principalmente en adquirir, almacenar, transformar, confeccionar, vender y en general distribuir bajo cualquier modalidad toda clase de mercancías textiles de confección nacional o extranjera y adquirir, dar o tomar en arrendamiento bienes raíces con destino al establecimiento de almacenes, centros comerciales u otros sitios adecuados para la distribución de mercancías y la venta de bienes o servicios.

Almacenes Éxito Inversiones S.A.S.

Su objeto social consiste principalmente en a) Constituir, financiar, promover, invertir en la constitución de sociedades, empresas o negocios que tengan por objeto la producción o comercialización de bienes, de objetos, mercancías, artículos o la prestación de servicios de explotación de los establecimientos comerciales y vincularse a dichas empresas; y b) Promover, invertir individualmente o concurrir con otras personas a la prestación de redes, servicios y valores agregados de telecomunicaciones, en especial, actividades permitidas en Colombia o en el exterior, de telecomunicaciones, telefonía móvil celular y servicios de valor agregado.

Éxito Viajes y Turismo S.A.S.

Su objeto social consiste principalmente en la explotación de las actividades relacionadas con el servicio de turismo, así como la representación turística y el establecimiento de agencias de viajes en cualquiera de sus modalidades y la promoción del turismo nacional e internacional.

Gemex O & W S.A.S.

Su objeto social consiste principalmente en la comercialización de todo tipo de productos y servicios a través de los canales de venta alternativos, tales como y sin limitarse al canal de venta directa o por catálogo, a través de páginas web o comercio electrónico, a través de máquinas dispensadoras, y en general a través de todos aquellos canales que se sirvan de tecnologías o métodos especiales de comercialización de bienes y servicios.

Logística, Transporte y Servicios Asociados S.A.S.

Su objeto social consiste principalmente en la prestación de los servicios de transporte de carga nacional e internacional, aérea, terrestre, marítima, fluvial, férrea y multimodal de todo tipo de mercancía en general.

CDiscount Colombia S.A.S

Su objeto social es principalmente lanzar y operar actividades de comercio electrónico en Colombia; Celebrar todo tipo de contratos incluyendo pero sin limitarse a, contrato de arrendamiento, distribución, operación, asociación, compraventa, asistencia técnica, suministro, inspección, control y servicios, para el adecuado desarrollo del objeto social; Prestar toda clase de servicios, incluyendo pero sin limitarse, de administración, asesoría, consultoría, técnicos, de presentación, para el adecuado desarrollo del objeto social; y Desarrollar cualquier actividad lícita.

Patrimonio Autónomo Viva Laureles

El objeto social es desarrollar la operación del centro comercial Viva Laureles, el cual comprende mantener la titularidad jurídica del inmueble, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto imparta el fideicomitente (la Matriz) en su condición de administrador inmobiliario; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender la administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Patrimonio Autónomo Viva Sincelejo

El objeto social es desarrollar la operación del centro comercial Viva Sincelejo, el cual comprende mantener la titularidad jurídica del inmueble, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto imparta el fideicomitente (la Matriz) en su condición de administrador inmobiliario; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender la administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Patrimonio Autónomo Viva Villavicencio

El objeto social es desarrollar la operación del centro comercial Viva Villavicencio, el cual comprende mantener la titularidad jurídica del inmueble, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto imparta el fideicomitente (la Matriz) en su condición de administrador inmobiliario; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender la administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Patrimonio Autónomo San Pedro Etapa I

El objeto social es desarrollar la operación del centro comercial San Pedro Plaza, el cual comprende mantener la titularidad jurídica del inmueble, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto impartan los fideicomitentes al administrador inmobiliario contratado; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender la administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Patrimonio Autónomo Centro Comercial

El objeto social es desarrollar la operación del centro comercial San Pedro Etapa II, el cual comprende mantener la titularidad jurídica del inmueble, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto impartan los fideicomitentes al administrador inmobiliario contratado; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender la administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Patrimonio Autónomo Iwana

El objeto social es desarrollar la operación del centro comercial Iwana, el cual comprende mantener la titularidad jurídica del inmueble, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto imparta el fideicomitente (la Matriz)

en su condición de administrador inmobiliario; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender la administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Patrimonio Autónomo Centro Comercial Viva Barranquilla

Tiene por objeto social en la etapa de desarrollo recibir y mantener la titularidad jurídica del inmueble y de los que a futuro los Fideicomitentes instruyan o requieran aportar, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto imparta el fideicomitente (la Matriz) en su condición de administrador inmobiliario; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender las administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Patrimonio Autónomo Centro Comercial Viva Palmas

Tiene por objeto social en la etapa de desarrollo recibir y mantener la titularidad jurídica del inmueble y de los que a futuro los Fideicomitentes instruyan o requieran aportar, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto imparta el fideicomitente (la Matriz) en su condición de administrador inmobiliario; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender las administración y operación del inmueble.

Patrimonio Autónomo Centro Comercial Viva Wajjiira

Tiene por objeto social en la etapa de desarrollo recibir y mantener la titularidad jurídica del inmueble y de los que a futuro el Fideicomitente instruya o requiera aportar, suscribir los contratos de arrendamiento, sus prorrogas, renovaciones, modificaciones y terminaciones, de acuerdo con las instrucciones que para tal efecto imparta el fideicomitente (la Matriz) en su condición de administrador inmobiliario; incluye además administrar los recursos, efectuar los pagos que se requieran para atender las administración y operación de los locales y demás unidades que lo conforman.

Companhia Brasileira de Distribuição - CBD.

Sociedad domiciliada en Brasil. Su objeto social principal es la venta de productos fabricados, semi-fabricados o materias primas brasileñas así como extranjeras, de cualquier tipo o especie, naturaleza o calidad, a condición de que la venta de estos productos no esté prohibida por la ley.

Libertad S.A.

Sociedad domiciliada en Argentina. Su objeto social consiste principalmente en la explotación de supermercados y almacenes mayoristas, realizando para ello todo tipo de operaciones afines y complementarias relacionadas con su objeto.

Supermercados Disco del Uruguay S.A.

Tiene por actividad principal la comercialización minorista en plaza de productos de consumo masivo a través de una cadena de supermercados ubicados en los departamentos de Montevideo, Canelones y Maldonado.

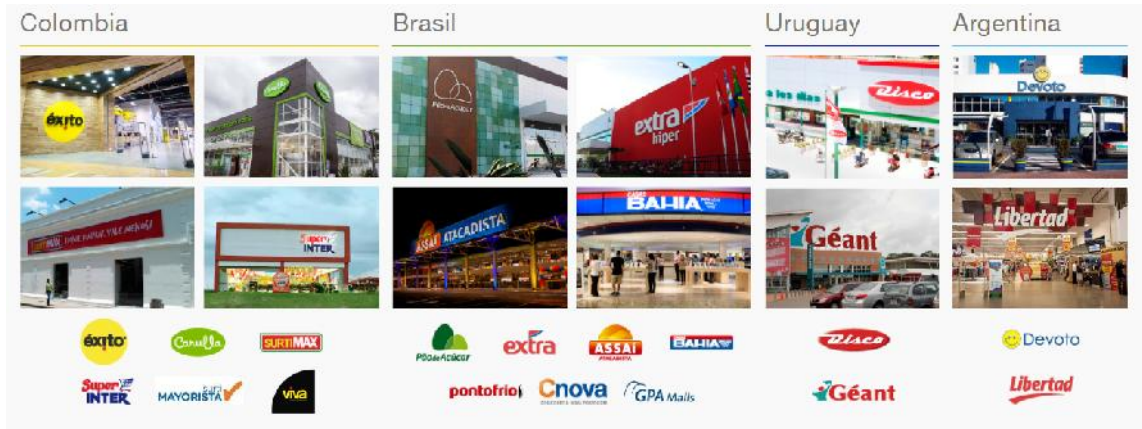
Devoto Hermanos S.A

Su actividad principal es la comercialización minorista en plaza de productos de consumo masivo a través de una cadena de supermercados ubicados en los departamentos de Montevideo, Canelones y Maldonado (Uruguay).

Mercados Devoto S.A.

Su actividad principal es la comercialización minorista en plaza de productos de consumo masivo a través de una cadena de supermercados ubicados en los departamentos de Montevideo, y Maldonado (Uruguay).

Cuadro: Resumen de Principales marcas de Almacenes Éxito por país.



Cuadro: 12 Mayores Accionistas

Nombre del Accionista	Acciones Ordinarias	% Participación
Geant International B.V.	187,689,792	41.93%
Geant Fonciere B.V.	47,725,428	10.66%
Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	21,039,559	4.70%
Fondo de Pensiones Obligatorias Protección	19,079,642	4.26%
Bergsaar B.V.	12,130,44	2.71%

Jara Albarracín Manuel	9,712,599	2.17%
EXITO ADR Program	9,114,922	2.04%
Alianza Fiduciaria S.A. Fideicomiso ADM Sonnenblume	7,558,552	1.69%
Moreno Barbosa Jaime	6,702,864	1.50%
Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderado	6,425,423	1.44%
Fondo Bursatil Ishares COLCAP	5,287,908	1.18%
Fondo de Pensiones Obligatorias Skandia S.A.	3,762,704	0.84%

Antecedentes de la Competencia

Tal como se mencionó anteriormente en la industria retail de Latinoamérica los mayores competidores para Almacenes Éxito por países en los que participan, por tamaño, rubros y similitud de estrategias son Cencosud y Falabella. En razón de lo anterior, se detallaran los principales aspectos de dichas empresas.

Cuadro: Ficha de Cencosud

Nombre de la Empresa	Cencosud S.A.
Ticker o Nemo-técnico	CENCOSUD

Clase de Acción	A
Derechos de cada Clase	Acciones comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Cencosud S.A. es una de las principales y más prestigiosas Compañías en el mercado de Retail en Latino América, con presencia en los 5 mercados más desarrollados de la región y uno de los líderes en estrategia de retail integrado en multi-formato y multi-marca. Con casa matriz en Chile, cuenta con operaciones en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú, además de una oficina comercial en Shanghai, dando empleo a más de 140.000 personas. A fin del año 2015 mantiene 944 supermercados, 95 tiendas de Mejoramiento del Hogar, 88 Tiendas por Departamento, 53 Centros Comerciales y una cartera de retail financiero que alcanza aproximadamente USD 1.8 MM en toda la región que, en conjunto ha incrementado la utilidad neta en más de un 21% desde el año 2014. En términos de participación en la región son una de las 3 mayores empresas en participación de mercado en cada uno de los negocios y países donde están localizados.</p>
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Retail

Cuadro: Ficha de Falabella

Nombre de la Empresa	S.A.C.I. FALABELLA
Ticker o Nemotécnico	FALABELLA
Clase de Acción	A
Derechos de cada Clase	Acciones comunes
Mercado donde Transan sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Falabella es uno de las principales compañías de retail de Latinoamérica. Con más de 125 años de trayectoria, cuenta con operaciones en Chile, Perú, Colombia, Argentina y Brasil. El Grupo cuenta con cinco áreas de negocios principales: Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar, Supermercados, Servicios Financieros e Inmobiliaria. En el negocio de las tiendas por departamento es uno de los líderes en todos los países en que tiene operaciones, también en mejoramiento del hogar, es uno de líderes en los mercados de Chile, Perú y Colombia. Además, es el principal emisor de tarjetas de crédito en Chile y Perú y el mayor operador de centros comerciales en ambos países.</p>
Sector e Industria (Clasificación)	

Industrial)	Retail
-------------	--------

5. Descripción del Financiamiento de la Empresa

Respecto al financiamiento de la empresa, se indagó en los Estados Financieros consolidados de Almacenes Éxito S.A. y se constató que ésta se financia a través de deuda y patrimonio. En relación a la deuda, a continuación se presenta un cuadro con el detalle del financiamiento de la sociedad a través de deuda financiera desde el año 2012 a septiembre de 2016:

Cuentas	2012	2013	2014	2015	sept-16
Bonos Emitidos	224.650	150.000	152.441	744.330	807.730
Papeles Emitidos			0	0	457.475
Deuda Financiera No Bono	2.722	102.325	1.844	10.316.612	11.640.176
Deudas Por Arrendamiento Financiero	0	0	46	233.609	300.096
Sobregiro	0	95.150	0	0	0
Tarjetas De Crédito	15	45	73	0	0
Cartas De Crédito	2.707	7.130	1.725	8.726	0
Obligaciones Financieras	0	0	0	10.074.277	11.340.080
Total Deuda Financiera	227.372	252.325	154.285	11.060.942	12.905.381
UVR	204,20	207,84	215,03	228,27	242,97
Total Deuda Financiera MM UVR	1.113	1.214	717	48.456	53.115

Es relevante mencionar que a septiembre de 2016 Almacenes Éxito S.A. mantiene un bono vigente en el mercado brasileño, cuyas características principales se presentan a continuación:

	Observaciones
Bono	CBRDA2 (Serie Única) (Emisión N°12)
Nemotécnico	BRPCARDBS0A9
Fecha de Emisión	12/09/2014 (Se comenzó a comercializar el 17/09/2014)
Valor Nominal (VN o D)	1.000
Moneda	R\$ (Reales)

Tipo de Colocación	Extranjera		
Fecha de Vencimiento	12/09/2019		
Tipo de Bono	Francés		
Tasa Cupón (k_d)	107% de DI (Brazil Interbank Deposit Rate) (Tasa Flotante), últimos 2 años se agrega el 50% de amortización del VN. (Pagos 8 y 10)		
Periodicidad	6 meses		
Número de pagos (N)	10		
Tabla de Pagos			
		12-03-2015	57,728419
		14-09-2015	70,12072
		14-03-2016	72,1
		12-09-2016	73,3
		13-03-2017	107% de DI
		12-09-2017	107% de DI
		12-03-2018	107% de DI
		12-09-2018	107% de DI+50% de Amortización
		12-03-2019	107% de DI
		12-09-2019	107% de DI+50% de Amortización
Periodo de Gracia	No tiene periodo de gracia		
Motivo de la Emisión	Inversiones. (Fortalecer el capital de trabajo)		
Clasificación de Riesgo	brAA+ (Standard & Poor's)		
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	5,57%. Estimada con el precio de Venta.		
Precio de venta el día de la emisión.	1055,6522446301		
Valor de Mercado	Se transó sobre la par, el día de la emisión al precio indicado en el punto anterior.		

El bono descrito, fue emitido el 12 de septiembre de 2014 por Companhia Brasileira de Distribuição – CBD, la cual utiliza la emisión de bonos para fortalecer el capital de trabajo, mantener su estrategia de efectivo y alargamiento de su perfil de deuda e inversión. Este bono, fue incorporado en los Estados Financieros de Almacenes Éxito

S.A., luego de la adquisición de la compañía Brasileña por parte de ésta, en septiembre de 2015.

6. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.

Se estimó la deuda financiera total de la sociedad en MM de UVR, desde el año 2012 a septiembre de 2016:

MM UVR	2012	2013	2014	2015	Sept-16
Deuda Financiera	1.113	1.214	717	48.456	53.115

Posteriormente con el precio de las acciones en todos los periodos antes señalados.

Fecha	Precio Acción
30-09-2016	14.700
31-12-2015	13.500
31-12-2014	29.200
31-12-2013	30.000
31-12-2012	35.500

Y las acciones en circulación en todos estos periodos.

Acciones en circulación	447.604.316
--------------------------------	-------------

Calculamos el patrimonio económico para cada año. Para lo anterior, se multiplicó el precio de la acción de cada periodo por el número de acciones en circulación.

Patrimonio Económico en Pesos Colombianos				
2012	2013	2014	2015	Sept-16
15.889.953.218.000	13.428.129.480.000	13.070.046.027.200	6.042.658.266.000	6.579.783.445.200

Asimismo, se presenta la UVR de cada uno de éstos periodos, para su posterior utilización para transformar las cifras nominales en reales.

Fecha	UVR
30-09-2016	242,97
31-12-2015	228,27
31-12-2014	215,03
31-12-2013	207,84
31-12-2012	204,20

El patrimonio económico antes señalado, se convirtió a UVR para tener una cifra real de éste:

Patrimonio Económico en UVR				
2012	2013	2014	2015	Sept- 16
77.814.989.875	64.608.603.909	60.781.497.690	26.471.724.803	27.080.674.855

Finalmente, para efectos de cálculos posteriores, se presenta el patrimonio económico en millones de UVR:

Patrimonio Económico MM UVR				
2012	2013	2014	2015	sep-16
77.815	64.609	60.781	26.472	27.081

Con los datos anteriormente expuestos, se estimó la estructura de capital histórica promedio de la empresa:

Estructura de Capital Histórica						
	2012	2013	2014	2015	sept-16	Promedio
B/V	1,41%	1,84%	1,17%	64,67%	66,23%	27,06%
P/V	98,59%	98,16%	98,83%	35,33%	33,77%	72,94%
B/P	1,43%	1,88%	1,18%	183,05%	196,14%	37,11%

Ahora bien, adicionalmente, se calculará la estructura de capital promedio de los años 2014, 2015 y septiembre de 2016, toda vez que ésta será la estructura de capital de Almacenes Éxito S.A. utilizada para desapalancar el beta de la acción, teniendo en cuenta que el mismo, será calculado utilizando datos correspondientes a los tres periodos antes señalados:

Estructura de Capital 3 Periodos				
	2014	2015	sept-16	Promedio
B/V	1,17%	64,67%	66,23%	44,02%
P/V	98,83%	35,33%	33,77%	55,98%
B/P	1,18%	183,05%	196,14%	78,64%

Finalmente, en atención a que el año 2015, fue un año en que la sociedad fue objeto de cambios importantes, como lo son la adquisición del control de Companhia Brasileira de Distribuição - CBD y de Libertad S.A, y además en dicho año se adoptaron las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), se propone una estructura de capital objetivo considerando el promedio del año 2015 y septiembre de 2016, toda vez que las cifras presentadas en los Estados Financieros referidos a dichos periodos, son muy distintas a los de años anteriores. De esta forma, tenemos la siguiente estructura de capital objetivo:

Estructura de Capital Objetivo			
	2015	sept-16	PROMEDIO
B/V	64,67%	66,23%	65,45%
P/V	35,33%	33,77%	34,55%
B/P	183,05%	196,14%	189,44%

7. Estimación del Costo de la Deuda, Costo Patrimonial y del Costo de Capital de la Empresa.

7.1 Costo de la Deuda (k_b)

Para determinar el costo de la deuda, se seleccionaron de los Estados Financieros de Almacenes Éxito S.A. al período terminado el 30 de septiembre de 2016, las cuentas de gastos financieros, que son exclusivamente asociadas a la deuda financiera de la sociedad en el mismo periodo, la cual es la deuda que paga intereses. Posteriormente, se calculó el cociente entre los gastos financieros antes señalados y la deuda financiera total al mismo período, toda vez que para la estimación del costo de la deuda se debe considerar el costo de oportunidad actual de la empresa.

sept-16	
Denominación	Montos (MM UVR)
Gastos por intereses, préstamos y arrendamientos financieros	-5.145
Otros gastos financieros	-551
Total gastos financieros (asociados a la deuda financiera)	-5.697
Total deuda financiera	-53.115
Costo de la deuda	10,72%

Finalmente, el costo de la deuda estimado es 10,72%.

7.2 Beta de la Deuda (S_b)

La tasa de libre de riesgo que se utilizó fue la tasa de los bonos de la tesorería TES del Gobierno a 10 años (más largo plazo), la cual es 3,51% en UVR.

Variable	Tasa	Comentario
PRM	10,13%	Dato entregado por la FEN
RF UVR	3,51%	Tasa Cero Cupón de TES en UVR

Utilizando CAPM se calculó el beta de la deuda:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f)$$

$$10,72\% = 3,51\% + \beta_{im} \times 10,13\%$$

$$\beta_{im} = 0,712$$

El beta de la deuda calculado a través de CAPM es 0,712.

7.3 Beta de la Acción ($S_p^{C/D}$)

Utilizando dos años de retornos semanales (aprox. 104 retornos), se estimaron mediante el modelo de mercado ($R_{it} = r_{ft} + \beta_{im}R_{mt}$) los betas de la acción para los años 2012 al 2016 (al 30 de septiembre de cada año), obteniendo los siguientes resultados:

	2012	2013	2014	2015	sept-16
Beta de la Acción	0,70	0,91	1,16	1,36	1,35
p-value (significancia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%

Como se observa en el cuadro, el beta de la acción calculado a septiembre de 2016 es 1,35.

7.4 Beta Patrimonial Sin Deuda $(S_p^{S/D})$

La estructura de capital utilizada para desapalancar el beta patrimonial con deuda antes calculado, fue la estructura promedio de los años 2014, 2015 y septiembre de 2016 de Almacenes Éxito S.A., la cual se resume en el siguiente cuadro:

	Estructura de Capital 3 Periodos			
	2014	2015	sept-16	Promedio
B/V	1,17%	64,67%	66,23%	44,02%
P/V	98,83%	35,33%	33,77%	55,98%
B/P	1,18%	183,05%	196,14%	78,64%

Asimismo, en la fórmula antes señalada para desapalancar el beta patrimonial, se consideró el promedio de los impuestos de los periodos 2014, 2015 y septiembre de 2016 de Colombia y Brasil, es decir, la tasa efectiva promedio de impuesto en ambos países durante esos periodos, ya que las ventas de la empresa provienen en un 95% de estos países y en éstos se adquirió la deuda financiera en proporción aproximada de 50% en cada uno de ellos.

	2014	2015	sept-16	PROMEDIO
Total Impuesto a las Empresas Colombia	34%	40%	40%	36%
Total a las Empresas Impuesto Brasil	34%	34%	34%	

Para desapalancar el beta patrimonial antes estimado, se utilizó la fórmula de Rubinstein, en consideración a que la deuda financiera de Almacenes Éxito se considera riesgosa:

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$1,14 = \beta_p^{S/D} [1 + (1 - 36\%) * 78,64\%] - 0,712 * (1 - 36\%) * 78,64\%$$

$$\beta_p^{S/D} = 1,14$$

Finalmente, el beta patrimonial sin deuda, desapalancado según Rubinstein es 1,14.

7.5 Beta Patrimonial Con deuda $(S_p^{C/D})$

Para apalancar el beta patrimonial sin deuda, calculado en el numeral anterior, se utilizó la estructura de capital objetivo de Almacenes Éxito S.A.:

Estructura de Capital Objetivo			
	2015	sept-16	PROMEDIO
B/V	64,67%	66,23%	65,45%
P/V	35,33%	33,77%	34,55%
B/P	183,05%	196,14%	189,44%

Asimismo, se utilizó el promedio del impuesto proyectado hasta el año 2020, para Colombia y Brasil, es decir, el promedio de la tasa de impuesto a largo plazo de estos países, ya que las ventas de la empresa provienen en un 95% de ambos países y en éstos se adquirió la deuda financiera en proporción aproximada de 50% en cada uno de ellos:

	2016	2017	2018	2019	2020	PROM
Impuestos Colombia	40%	40%	37%	33%	33%	37%
Impuestos Brasil	34%	34%	34%	34%	34%	34%
						35%

A través de la fórmula de Rubinstein, se apalanca el beta patrimonial sin deuda:

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,14 [1 + (1 - 35\%) * 189,44\%] - 0,712 * (1 - 35\%) * 189,44\%$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,66$$

Finalmente, el nuevo beta patrimonial con deuda, calculado a través de la fórmula de Rubinstein es 1,66.

7.6 Costo Patrimonial (k_p)

Utilizando CAPM y considerando el beta patrimonial con deuda estimado en el numeral anterior, se calculó el costo patrimonial:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f)$$

$$E(ri) = 3,51\% + 1,66 \times 10,13\%$$

$$E(ri) = 20,32\%$$

La tasa de libre de riesgo que se utilizó fue la tasa de los bonos de la tesorería TES del Gobierno a 10 años (más largo plazo), la cual es 3,51% en UVR.

Variable	Tasa	Comentario
PRM	10,13%	Dato entregado por la FEN
RF UVR	3,51%	Tasa Cero Cupón de TES en UVR

Finalmente, el costo patrimonial estimado equivale a 20,32%.

7.7 Costo de Capital (k_0)

Utilizando WACC calculamos el costo de capital:

$$K_0 = K_p [P/V] + K_b (1-T) [B/V]$$

$$K_0 = 20,32\% * [34,55\%] + 10,72\% * (1-35\%) * [65,45\%]$$

Finalmente, el costo de capital de Almacenes Éxito S.A. al 30 de septiembre de 2016 es 11,58%.

A continuación se presenta una tabla resumen, con los resultados de los cálculos anteriormente efectuados para determinar el costo de capital de la empresa:

Costo de la Deuda	10,72%
Beta de la deuda	0,712
B/P Objetivo	189,44%
Beta de la acción con deuda	1,35
B/P Histórico	78,64%
Beta patrimonial sin deuda	1,14
Beta patrimonial con deuda apalancado	1,66
Costo patrimonial	20,32%
B/V	65,45%
P/V	34,55%
Costo de capital	11,58%

8. Análisis Operacional del Negocio e Industria

Inicialmente, y con el propósito de tener un estimativo del crecimiento en las ventas de Almacenes Éxito S.A., se calculó el cambio porcentual histórico en las ventas, lo cual se expone a continuación:

	2012	2013	2014	2015	sept-16
Ventas en UVR Empresa	47.529	48.737	48.760	146.328	208.906
Tasas de Crecimiento	6,6%	2,5%	0,0%	200,1%	529,8%

Como se puede observar las tasas de crecimiento históricas de las ventas no siguen un patrón tal, que se pueda considerar para la proyección de éstas. Lo anterior, se justifica por la adquisición en septiembre de 2015 del control de Companhia Brasileira de Distribuição - CBD y de Libertad S.A, y en menor medida a que en dicho año se adoptaron las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Es por lo anterior, que para la proyección de las ventas, se estimó la participación de cada país, obteniendo que a septiembre de 2016, las ventas provienen en un 79% de Brasil, 16% de Colombia, un 3% de Uruguay y un 2% de Argentina.

País	Ingresos Totales de Éxito por País (MM UVR) a Sept 2016	Proporción de los Ingresos Totales
Colombia	33.746	16%
Brasil	163.755	79%
Uruguay	7.156	3%
Argentina	4.249	2%
Ingresos Totales	208.906	100%

A continuación, se procedió a recopilar información acerca de proyecciones reales de la industria del comercio en los países Brasil, Colombia, Uruguay y Argentina, encontrando estos datos históricos de acuerdo al siguiente cuadro:

Crecimiento de la Industria Comercio Colombia						
	2012	2013	2014	2015	sept-16	PROM
TASAS DE CRECIMIENTO	3,9%	4,0%	4,8%	3,4%	1,2%	3,5%
	Crecimiento de la Industria Comercio Argentina					
	2012	2013	2014	2015	sept-16	PROM
TASAS DE CRECIMIENTO	-2,4%	2,2%	-6,3%	2,9%	-2,3%	-1,2%
	Crecimiento de la Industria Comercio Brasil					
	2012	2013	2014	2015	sept-16	PROM
TASAS DE CRECIMIENTO	2,1%	2,6%	1,5%	-6,7%	-6,9%	-1,5%
	Crecimiento de la Industria Comercio Uruguay					
	2012	2013	2014	2015	sept-16	PROM
TASAS DE CRECIMIENTO	5,6%	8,0%	-0,6%	-2,5%	-2,1%	1,7%

Cabe hacer presente que para calcular el crecimiento de la industria en cada país, anteriormente expuesto, se consideró el PIB de la industria del comercio a precios constantes en cada uno de ellos.

Posteriormente, se recopilamos proyecciones para el PIB de Brasil, Colombia, Uruguay y Argentina. Estas proyecciones fueron estimadas por Banco Davivienda para el caso de Colombia, de la asociación nacional de empresarios de Colombia, y del Fondo Monetario Internacional para todos los países. Los datos se presentan a continuación:

Banco Davivienda	2016	2017	2018
Perspectivas Crecimiento PIB Industria Comercio Colombia	2,2	3,7	
Asociación Nacional de Empresarios De Colombia			
	2016	2017	2018
Crecimiento PIB Brasil	-3,3	0,5	
Crecimiento PIB Argentina	-1,8	2,7	
Crecimiento PIB Colombia	2	2,5	
Fondo Monetario Internacional			
	2016	2017	2018
Perspectivas Crecimiento Mundial	3,1	3,4	3,6
Perspectivas Crecimiento América Latina Y El Caribe	-0,7	1,2	2,1
Perspectivas Crecimiento Argentina	-2,4	2,2	2,8
Perspectivas Crecimiento Brasil	-3,5	0,2	1,5
Perspectivas Crecimiento Colombia	1,9	3,6	2,5

De acuerdo a la información contenida en los Estados Financieros consolidados de Almacenes Éxito S.A., se procedió a agrupar todos los costos de operación de esta empresa:

Costos de Operación MM UVR					
Con depreciación y amortización por separado	2012	2013	2014	2015	sept-16
Costo de ventas	-37.022	-37.793	-36.532	-110.167	-155.335
Gastos de distribución	0	0	-3.964	-13.766	-21.612
Depreciación y Amortización gasto de distribución	0	0	-732	-732	-2547
Gastos de administración y venta	-4.303	-4.468	-841	-2.149	-2.523
Depreciación y Amortización gasto de adm. Y ventas	0	0	-83	-118	-713
Gastos por beneficios a los empleados	0	0	-3.737	-12.801	-20.444
Otros gastos operativos	-4.566	-4.723	-126	-1.088	-2.163

Asimismo, considerando la misma fuente de información indicada anteriormente, se agruparon todas las cuentas no operacionales recurrentes de la sociedad en análisis, obteniendo los datos presentados en el siguiente cuadro:

Cuentas No Operacionales Recurrentes MM UVR	2012	2013	2014	2015	sept-16
Ingresos financieros	1.109	776	983	5.362	2.638
Gastos financieros	-1	-394	-721	-7.133	-8.801
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el método de la participación	-96	-358	140	80	288
(Pérdida) ganancia antes del impuesto a las ganancias por operaciones continuadas	2.737	2.636	3.217	4.253	-2.358
(Gasto) por impuestos	-409	-526	-836	-1.745	-545

Finalmente, se realizó el análisis de las cuentas de activos de la empresa a septiembre de 2016, las cuales se clasificaron en operacionales y no operacionales, de manera de determinar los activos prescindibles de Almacenes Éxito a la mencionada fecha, y que serán utilizados más adelante, para determinar el valor de la empresa. A continuación se presentan las cuentas y las señaladas clasificaciones:

	sept-16	Clasificación	Explicación Activo No Operacional
Estado de Situación Financiera MM UVR			
Activo corriente			
Efectivo y equivalentes de efectivo	15.165	Operacional	
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	17.326	Operacional	
Gastos pagados por anticipado	1.054	Operacional	
Cuentas por cobrar partes relacionadas	30	Operacional	
Inventarios	35.430	Operacional	
Activos por impuestos	6.650	No Operacional	Retenciones de impuestos a la renta, anticipos de impuesto a la renta, sobrantes en liquidación privada de impuesto a la renta.

Otros activos financieros	889	No Operacional	Saldos en cuentas bancarias por concepto de depósitos judiciales y tributarios, inversión en bonos, derivados financieros.
Activos no corrientes mantenidos para la venta	16.282	No Operacional	Activo Fijo disponible para la venta.
Total activo corriente	92.827		
Activo no corriente			
Propiedades, planta y equipo, neto	55.753	Operacional	
Propiedades de inversión, neto	5.866	No Operacional	Corresponden a locales comerciales y a lotes que se mantienen para generar renta producto de contratos de arrendamiento operativo o apreciación futura de su precio.
Plusvalía	23.195	Operacional	
Activos intangibles distintos de la plusvalía, neto	36.267	Operacional	
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación, neto	1.703	No Operacional	El porcentaje de participación corresponde al que posee directamente Companhia Brasileira de Distribuição – CBD (Subsidiaria) sobre inversiones en Financiera Itaú CBD - FIC Promotora de Ventas Ltda. Y Banco Investcred Unibanco S.A. (BINV).
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	4.143	Operacional	
Gastos pagados por anticipado	252	Operacional	
Cuentas por cobrar partes relacionadas	59	Operacional	
Activo por impuestos diferidos	6.953	No Operacional	Impuesto diferido por cobrar o por pagar derivado del efecto de las diferencias temporarias que impliquen el pago de un menor o

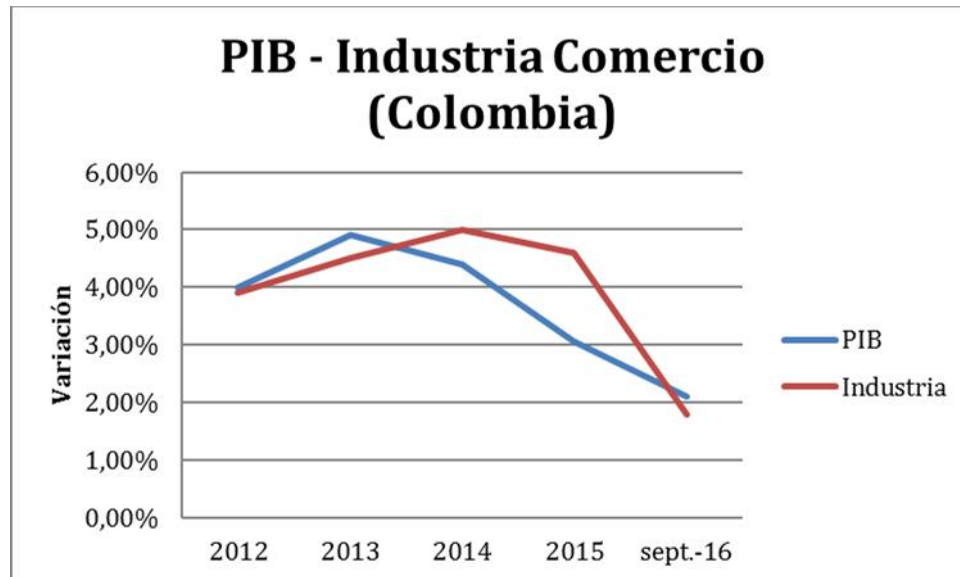
			mayor valor del impuesto de renta en el año corriente.
Activos por impuestos	8.263	No Operacional	Corresponde a los impuestos por cobrar de las filiales en el exterior.
Otros activos financieros	5.095	No Operacional	Instrumentos financieros e instrumentos financieros derivados.
Otros activos no financieros	2	No Operacional	Sin Información (No tiene Nota).
Total activo no corriente	147.551		
Total activo	240.378		

9. Proyección de EERR.

Para la proyección de las ventas de la empresa, desde septiembre de 2016 hasta el año 2020, primero se procedió a comparar la variación del PIB de cada país y la variación en el PIB de la industria del comercio para determinar si existe relación entre estas variables en cada uno de los países en los que Almacenes Éxito participa. Para la comparación, se analizaron los siguientes datos:

Colombia:

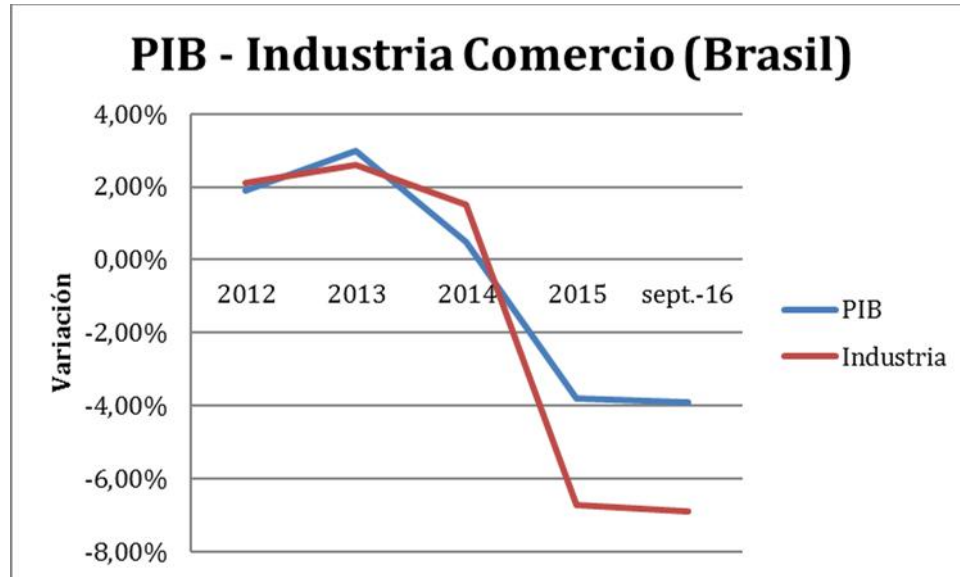
Años	Variación	
	PIB	Industria
2012	4,0%	3,9%
2013	4,9%	4,5%
2014	4,4%	5,0%
2015	3,1%	4,6%
sept-16	2,1%	1,8%



Al mirar el gráfico podemos evidenciar que existe una fuerte relación entre la variación del PIB de Colombia y la variación en el PIB de la industria del comercio, con una mayor separación y diferente forma de la curva en el año 2015. Lo anterior, se puede explicar debido a que en ese año la industria del comercio en Colombia implementó IFRS a diferencia de otros sectores, lo cual afecta la relación con el PIB.

Brasil:

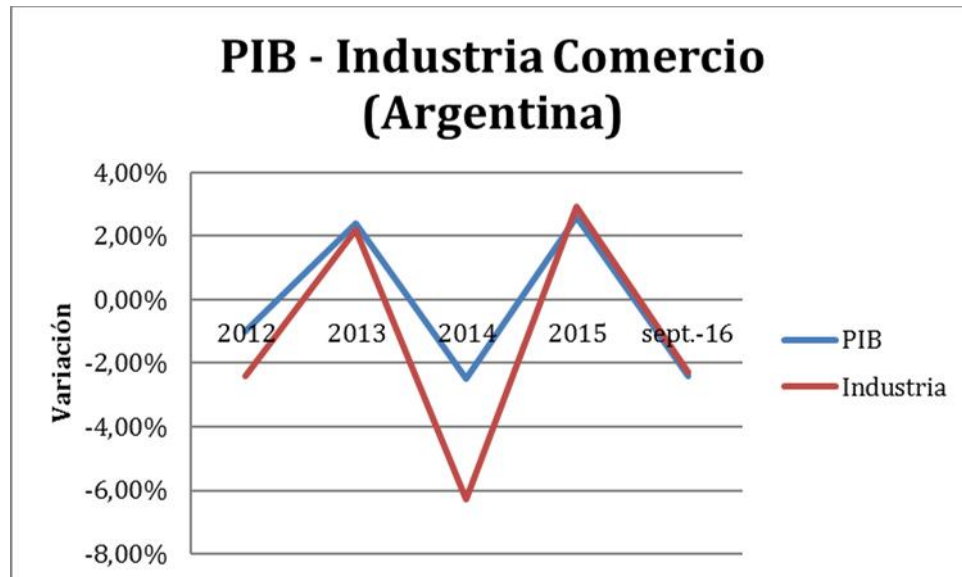
Años	Variación	
	PIB	Industria
2012	1,9%	2,1%
2013	3,0%	2,6%
2014	0,5%	1,5%
2015	-3,8%	-6,7%
sept-16	-3,9%	-6,9%



Al igual que en el gráfico anterior podemos evidenciar que existe una fuerte relación entre la variación del PIB de Brasil y la variación en el PIB de la industria del comercio, en este caso si bien el 2015 se alejan las curvas, la tendencia de las mismas se mantiene.

Argentina:

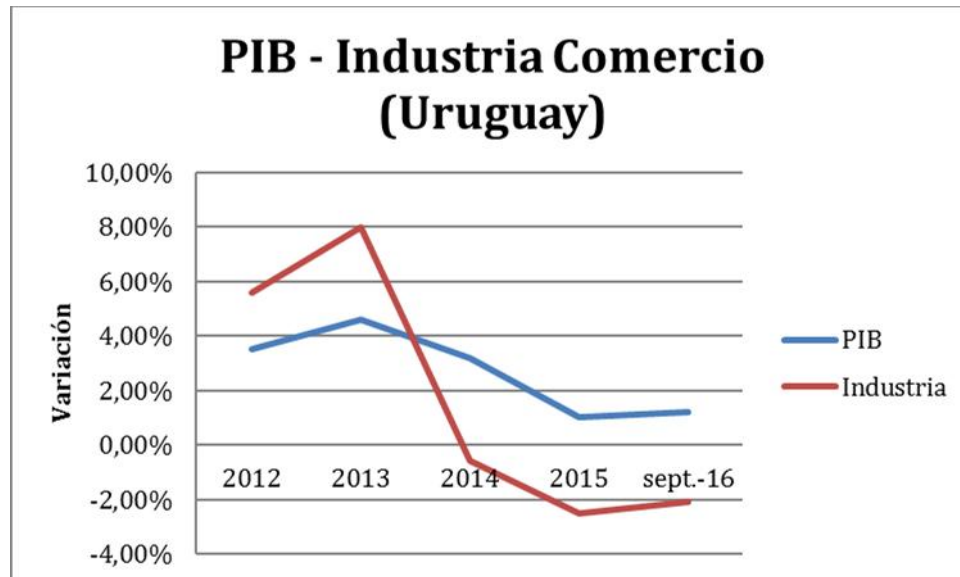
Años	PIB	Industria
2012	-1,0%	-2,4%
2013	2,4%	2,2%
2014	-2,5%	-6,3%
2015	2,6%	2,9%
sept-16	-2,4%	-2,3%



En este gráfico es indudable la fuerte relación entre la variación del PIB de Argentina y la variación en el PIB de la industria del comercio, siendo el 2014 el año en que más se alejan las curvas. Sin embargo, al igual que en el caso anterior, la Industria reacciona con la misma tendencia que la variación del PIB del país.

Uruguay:

Años	PIB	Industria
2012	3,5%	5,6%
2013	4,6%	8,0%
2014	3,2%	-0,6%
2015	1,0%	-2,5%
sept-16	1,2%	-2,1%



El gráfico de la relación entre la variación del PIB de Uruguay y la variación en el PIB de la industria del comercio, es el que se muestra con las curvas más distanciadas para cada año, sin embargo, siempre tienen la misma tendencia.

Se puede observar que todos los gráficos evidencian una fuerte relación entre la variación del PIB de cada país y la variación en el PIB de la industria del comercio en los mismos. Lo anterior, demostraría que existe una relación significativa entre el crecimiento del PIB de cada país y el crecimiento de la industria del comercio en cada uno de estos.

De esta forma, se procedió a proyectar las ventas para los periodos posteriores a septiembre de 2016, hasta el año 2020, teniendo en cuenta las siguientes consideraciones que es importante aclarar:

- a) La participación por país se mantiene durante los años proyectados.

	Colombia	Brasil	Uruguay	Argentina
Participación Ingreso por País a Septiembre 2016	16%	79%	3%	2%

- b) Según perspectivas del Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento del PIB de Colombia en los años 2016, 2017 y 2018 es 1,9%, 3,6% y 2,5%, respectivamente. Considerando lo anterior, usaremos las perspectivas del FMI, suponiendo que el porcentaje de crecimiento de Colombia del año 2018 se mantiene constante hasta el 2020. Lo anterior, y en atención a la relación observada entre la variación del PIB de Colombia y la variación en el PIB de la industria del comercio en este país, es que consideraremos que Almacenes Éxito crecerá igual que la industria y que esta última lo hará en la misma magnitud que las perspectivas del crecimiento del PIB de Colombia.
- c) Según perspectivas del Fondo Monetario Internacional, el crecimiento de Argentina en los años 2016, 2017 y 2018 es -2,4%, 2,2% y 2,8%, respectivamente. Considerando lo anterior, usaremos las perspectivas del FMI, suponiendo un porcentaje de crecimiento de Argentina posterior al año 2018 de 1%, porcentaje un poco más conservador en atención a la inestabilidad política económica del país y considerando que este año 2016 el FMI proyectó un decrecimiento. Lo anterior, y en atención a la relación observada entre la variación del PIB de Argentina y la variación en el PIB de la industria del comercio en este país, es que consideraremos que Almacenes Éxito crecerá igual que la industria y que esta última lo hará en la misma magnitud que las perspectivas del crecimiento del PIB de Argentina. Para el año 2016 utilizamos un crecimiento de 1% en base a septiembre 2016, ya que las ventas no pueden disminuir.
- d) Según perspectivas del Fondo Monetario Internacional, el crecimiento de Brasil en los años 2016, 2017 y 2018 es -3,5%, 0,2% y 1,5%, respectivamente. Considerando lo anterior, usaremos las perspectivas del FMI, suponiendo que el porcentaje de crecimiento de Brasil del año 2018 se mantiene constante hasta el 2020. Lo anterior, y en atención a la relación observada entre la variación del PIB de Brasil y la variación en el PIB de la industria del comercio en este país, es que consideraremos que Almacenes Éxito crecerá igual que la industria y que esta última lo hará en la misma magnitud que las perspectivas

del crecimiento del PIB de Brasil. Para el año 2016 utilizamos un crecimiento de 1% en base a septiembre 2016, ya que las ventas no pueden disminuir.

- e) Según perspectivas del Fondo Monetario Internacional, el crecimiento de América Latina y el Caribe en los años 2016, 2017 y 2018 será -0,7%, 1,2% y 2,1%, respectivamente. Cabe hacer presente que no se encontró proyección del FMI para Uruguay, es por lo anterior que se considerará en este caso específico el crecimiento proyectado de América Latina y el Caribe. Considerando lo anterior, usaremos las perspectivas del FMI, suponiendo que el porcentaje de crecimiento de América Latina y el Caribe del año 2018 se mantiene constante hasta el 2020. Lo anterior, y en atención a la relación observada entre la variación del PIB de Uruguay y la variación en el PIB de la industria del comercio en este país, es que consideraremos que Almacenes Éxito crecerá igual que la industria y que esta última lo hará en la misma magnitud que las perspectivas del crecimiento del PIB de América Latina y el Caribe. Para el año 2016 utilizamos un crecimiento de 1% en comparación con septiembre 2016, ya que las ventas no pueden disminuir.

La misma proyección se realizó para la cuenta “Otros ingresos operativos”.

De esta forma, los ingresos de actividades ordinarias y los otros ingresos operacionales proyectados son los siguientes:

	2012	2013	2014	2015	sept-16	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Estado de Resultados MM UVR										
Operaciones continuadas										
Ingresos de actividades ordinarias	47.529	48.737	48.760	146.328	208.906	211.296	213.015	216.645	220.259	223.933
Otros ingresos operativos	2.567	2.731	65	196	53	54	54	55	56	57

Por su parte, para la proyección de los costos de ventas, se estimó el margen operacional histórico, para determinar si se mantenía una cierta estabilidad en el porcentaje que representan los costos operacionales de las ventas.

	2012	2013	2014	2015	sept-16	Promedio
ESTADO DE RESULTADOS MM UVR						
Operaciones continuadas						
Ingresos de actividades ordinarias	47.529	48.737	48.760	146.328	208.906	
Costo de ventas	-37.022	-37.793	-36.532	-110.167	-155.335	
Ganancia bruta	13.074	13.675	12.228	36.161	53.570	
MARGEN BRUTO %	28%	28%	25%	25%	26%	26%

De esta forma, se pudo constatar que los costos de ventas, se mantenían muy estables a través de los años considerados (2012 a septiembre de 2016), siendo en promedio un 74% de las ventas. Es por esto, que se proyectaron los costos de operación de la empresa, considerando que representan el mencionado porcentaje de los ingresos proyectados para cada año.

Por su parte, para la proyección de los gastos operacionales, se calculó la proporción que representan éstos sobre los ingresos totales para los últimos 2 periodos históricos, para determinar si se mantenía una cierta estabilidad en el porcentaje que representan los gastos operacionales sobre las ventas:

Estado de Resultados MM UVR	2015	sept-16
Ingresos de actividades ordinarias	146.328	208.906
Gastos de distribución	-13.766	-21.612
Proporción de los Ingresos	-9,41%	-10,35%
Gastos de administración y venta	-2.149	-2.523
Proporción de los Ingresos	-1,47%	-1,21%
Gastos por beneficios a los empleados	-12.801	-20.444

Proporción de los Ingresos	-8,75%	-9,79%
Otros gastos operativos	-1.088	-2.163
Proporción de los Ingresos	-0,74%	-1,04%

De esta forma, se pudo constatar que los gastos operacionales, se mantenían muy estables a través de los años considerados (2015 y septiembre de 2016), siendo los promedios de cada cuenta de gastos operativos específicos, los siguientes:

Gastos operativos	Promedio de Proporción de los Ingresos
Gastos de distribución	-9,88%
Gastos de administración y venta	-1,34%
Gastos por beneficios a los empleados	-9,27%
Otros gastos operativos	-0,89%

Es por esto, que se proyectaron los gastos de la empresa, considerando que representan los mencionados porcentajes de los ingresos proyectados para cada año.

Finalmente, se presenta un cuadro con el resumen de los costos de operación y gastos operacionales de Almacenes Éxito S.A, con la depreciación y amortización de intangibles separadas:

Costos de Operación MM UVR										
Con Depreciación y Amortización Separadas	2012	2013	2014	2015	sept-16	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Costo de ventas	-37.022	-37.793	-36.532	-110.167	-155.335	-156.359	-157.631	-160.317	-162.992	-165.710
Gastos de distribución	0	0	-3.964	-13.766	-21.612	-21.859	-21.038	-21.397	-21.754	-22.117
Depreciación y Amortización gasto de distribución	0	0	-732	-732	-2.547	-3.396	-3.396	-3.396	-3.396	-3.396
Gastos de administración y venta	-4.303	-4.468	-841	-2.149	-2.523	-2.551	-2.850	-2.899	-2.947	-2.996

Depreciación y Amortización gasto de adm. Y ventas	0	0	-83	-118	-713	-951	-951	-951	-951	-951
Gastos por beneficios a los empleados	0	0	-3.737	-12.801	-20.444	-20.678	-19.740	-20.077	-20.412	-20.752
Otros gastos operativos	-4.566	-4.723	-126	-1.088	-2.163	-2.188	-1.895	-1.927	-1.959	-1.992

Proyección de los gastos no operacionales recurrentes

	2012	2013	2014	2015	sept-16
Porcentaje Histórico de Participación en Ingresos, de Ingresos Financieros	2%	2%	2%	4%	1,3%
Porcentaje Histórico Participación en Ingresos, de Gastos Financieros	0%	-1%	-1%	-5%	-4,2%
Porcentaje Histórico Participación en Ingresos, de Participación en las Ganancias de Asociadas	0%	-1%	0%	0%	0%

En atención a que el porcentaje de participación de las cuentas ingresos financieros, gastos financieros y participación en las ganancias de asociadas, es estable a través del tiempo en proporción a los ingresos de la empresa, se proyectan éstos considerando la proporción de septiembre 2016, que representan las mencionadas cuentas en los ingresos operacionales, para los respectivos años.

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Participación en los Ingresos de Ingresos Financieros	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Participación en los Ingresos de Gastos Financieros	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Participación en los Ingresos de Participación en las Ganancias de Asociadas	0%	0%	0%	0%	0%

Finalmente, se obtiene el siguiente Estado de Resultados proyectado:

	2012	2013	2014	2015	sept-16	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Estado De Resultados MM UVR										
Operaciones continuadas										
Ingresos de actividades ordinarias	47.529	48.737	48.760	146.328	208.906	211.296	213.015	216.645	220.259	223.933
Costo de ventas	-37.022	-37.793	-36.532	-110.167	-155.335	-156.359	-157.631	-160.317	-162.992	-165.710
Ganancia bruta	10.507	10.944	12.228	36.161	53.570	54.937	55.384	56.328	57.267	58.223
Gastos de distribución	0	0	-3.964	-13.766	-21.612	-21.859	-21.038	-21.397	-21.754	-22.117
Depreciación y Amortización gasto de distribución	0	0	-732	-732	-2.547	-3.396	-3.396	-3.396	-3.396	-3.396
Gastos de administración y venta	-4.303	-4.468	-841	-2.149	-2.523	-2.551	-2.850	-2.899	-2.947	-2.996
Depreciación y Amortización gasto de adm. Y ventas	0	0	-83	-118	-713	-951	-951	-951	-951	-951
Gastos por beneficios a los empleados	0	0	-3.737	-12.801	-20.444	-20.678	-19.740	-20.077	-20.412	-20.752
Otros gastos operativos	-4.566	-4.723	-126	-1.088	-2.163	-2.188	-1.895	-1.927	-1.959	-1.992
Otros ingresos operativos	2.567	2.731	65	196	53	54	54	55	56	57
Ganancia por actividades de operación	2.420	2.620	2.815	5.944	3.516	3.367	5.567	5.736	5.904	6.075
Ingresos financieros	1109	776	983	5362	2638	2747	2769	2816	2863	2911
Gastos financieros	-1	-394	-721	-7133	-8801	-8874	-8947	-9099	-9251	-9405
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el método de la participación	-96	-358	140	80	288	385	385	385	385	385
(Pérdida) ganancia antes del impuesto a las ganancias por operaciones continuadas	2.737	2.636	3.217	4.253	-2.358	-2.376	-226	-162	-98	-34
(Gasto) por impuestos	-409	-526	-836	-1.745	-545	0	0	0	0	0
(Pérdida) ganancia neta	2.328	2.109	2.381	2.508	-3.432	-2.376	-226	-162	-98	-34

10. Proyección de Flujos de Caja Libre

Para determinar la inversión de reposición se consideró la inversión efectuada en el 4to trimestre del 2016, por concepto de mantenimiento y actividades de soporte, actualización de tecnología informática y logística, que fue de MM \$ 164.800 en pesos colombianos. Lo anterior, fue extraído de los Estados Financieros de la sociedad al 30 de septiembre de 2016. Este valor fue multiplicado por 4 para calcular la inversión de reposición de los años proyectados, el cual consideramos constante durante éstos. La cifra mencionada fue transformada a UVR.

Por su parte, para el cálculo de las nuevas inversiones, se consideró el Capex acumulado al 3er trimestre de 2016, el cual fue de MM \$1.418.410 en pesos colombianos. Este valor fue dividido por 3 y multiplicado por 4 para calcular las nuevas inversiones de los años proyectados, las cuales se consideraron constante durante éstos. La cifra mencionada fue transformada a UVR.

El capital de trabajo se calculó considerando los activos circulantes de la empresa sin los activos circulantes financieros, menos los pasivos circulantes sin los pasivos circulantes financieros. En atención a que Almacenes Éxito pertenece al sector retail, por lo cual tiene necesidades de efectivo día a día para poder realizar su operación, es que se considera correcto incorporar el efectivo para el cálculo del capital de trabajo.

	dic-15	sep-16
Total activo corriente sin activos circulantes financieros	102.726	91.938
Total pasivo corriente sin activos circulantes financieros	91.301	70.548
CAPITAL DE TRABAJO	11.426	21.390

Adicionalmente se calculó el porcentaje que representaba el capital de trabajo en el total de ventas para cada año, luego de aquello, se determinó el promedio entre el año 2015 y el tercer trimestre de 2016, que son los únicos Estados Financieros con los que

se cuenta con la situación actual de Almacenes Éxito en cuanto a las inversiones en cada país, el cual nos entrega un resultado de 9% de las ventas que representa el capital de trabajo.

	2015	sept-16
Capital De Trabajo	11.426	21.390
Ventas	146.328	208.906
Necesidad K Trabajo	8%	10%
Promedio 2015 - sept-16	9%	

En atención a lo anterior, el aumento o disminución de capital de trabajo se calculó en base al 9% necesario, del aumento de las ventas entre cada año proyectado.

En base al 9% necesario de capital de trabajo, se proyectó el mismo para fines del 2016.

	2016
Ventas	211.296
Capital De Trabajo	19.072
K de trabajo en relación a Ventas	9%

De esta forma, se restó el capital de trabajo estimado para el año 2016, calculado en base 9% necesario para el mismo, al capital de trabajo que efectivamente se tenía a Septiembre de 2016, obteniendo el siguiente exceso en capital de trabajo:

K Trab efectivo a Septiembre de 2016	21.390
K Trab 2016 A Utilizar 9% Ventas Proyec.	19.067
Exceso K Trab. 2016	2.323

Los activos prescindibles se calcularon sumando todos los activos no operacionales de la empresa.

Finalmente, para el cálculo del valor terminal de la empresa se proyectó un año adicional el cual mantuvo las características del año 2020 proyectado, a excepción de la inversión de reposición que se calculó como el 100% de la depreciación y amortización, las nuevas inversiones que serán cero y las variaciones de capital de trabajo que serán cero. Finalmente, el flujo de caja libre del año adicional proyectado, se dividió por la tasa de costo de capital, considerando un valor terminal sin crecimiento. Cabe mencionar que el flujo de caja obtenido del año 2021, el cual se estimó para efectos de determinar el valor terminal de la empresa, se sumó al flujo de caja del año 2020 para efectos de calcular el VAN del flujo de Caja libre de los años proyectados, lo cual se expone en el siguiente título. Finalmente, se obtiene el siguiente flujo de caja libre:

	4to trimestre 2016	2017p	2018p	2019p	2020p	2021P
Estado De Resultados MM UVR						
Operaciones continuadas						
Ingresos de actividades ordinarias	2.390	213.015	216.645	220.259	223.933	223.933
Costo de ventas	-1.023	-157.631	-160.317	-162.992	-165.710	-165.710
Ganancia bruta	1.367	55.384	56.328	57.267	58.223	58.223
Gastos de distribución	-247	-21.038	-21.397	-21.754	-22.117	-22.117
Depreciación y Amortización gasto de distribución	-849	-3.396	-3.396	-3.396	-3.396	-3.396
Gastos de administración y venta	-29	-2.850	-2.899	-2.947	-2.996	-2.996
Depreciación y Amortización gasto de adm. Y ventas	-238	-951	-951	-951	-951	-951
Gastos por beneficios a los empleados	-234	-19.740	-20.077	-20.412	-20.752	-20.752
Otros gastos operativos	-25	-1.895	-1.927	-1.959	-1.992	-1.992
Otros ingresos operativos	1	54	55	56	57	57
Ganancia por actividades de operación	-254	5.567	5.736	5.904	6.075	6.075
Ingresos financieros	108	2769	2816	2863	2911	2911
Gastos financieros	-73	-8947	-9099	-9251	-9405	-9405
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el	96	385	385	385	385	385

método de la participación						
(Pérdida) ganancia antes del impuesto a las ganancias por operaciones continuadas	-123	-226	-162	-98	-34	-34
(Gasto) por impuestos	0	0	0	0	0	0
(Pérdida) ganancia neta	-123	-226	-162	-98	-34	-34
(+) Depreciación y Amortización gasto de distribución	849	3396	3396	3396	3396	3396
(+) Depreciación y Amortización gasto de adm. Y ventas	238	951	951	951	951	951
(-) Ingresos financieros	-68	-1745	-1802	-1890	-1921	-1921
(+) Gastos financieros	46	5636	5823	6106	6207	6207
(+) Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el método de la participación	-61	-243	-246	-254	-254	-254
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO	881	7.771	7.960	8.210	8.345	8.345
(-) Inversión de Reposición	-678	-2713	-2713	-2713	-2713	-4.347
(-)Nuevas Inversiones	-1.268	-5073	-5073	-5073	0	0
(-) Aumentos Capital de Trabajo	-215	-155	-327	-325	-331	0
(=) Flujo De Caja Libre	-1.281	-170	-153	99	5.301	3.998

11. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción

De la proyección de los flujos futuros de Almacenes Éxito para cada una de sus cuentas y considerando el flujo de caja libre calculado para cada periodo, se determina el valor actual neto de dichos flujos de caja libre a septiembre de 2016, descontando éstos a la tasa de costo de capital de la sociedad.

	4to trimestre 2016	2017p	2018p	2019p	2020p	VAN sept-16
Flujos de Caja Libre periodos	-1.281	-170	-153	99	39.826	
Flujos de Caja Libre descontados a sept-16	-1.246	-148	-120	69	24.999	23.554

Luego, se agrega el exceso de capital de trabajo y los activos prescindibles, obteniendo así el valor de la empresa. Finalmente, se resta a este último, la deuda

financiera, obteniendo el patrimonio económico de Almacenes Éxito. Lo anterior, se resume en el cuadro siguiente:

VAN MM UVR	23.554
(+) Exceso Capital De Trabajo MM UVR	2.323
(+) Activos Prescindibles MM UVR	51.703
(=) Valor De La Empresa	77.581
(-) Deuda Financiera	-53.115
(=) Patrimonio Económico MM UVR	24.466

Una vez obtenido el patrimonio económico es necesario transformar este a pesos colombianos, ya que el precio de la acción se transa en esta moneda, y así poder comparar el precio de la acción estimado con el precio de la acción de mercado al 30 de septiembre de 2016. Lo anterior, se resume en la siguiente tabla:

Patrimonio Económico MM\$	\$5.944.436
Patrimonio Económico \$	\$5.944.436.004.464
Nº Acciones	447.604.316
Precio Acción Estimado \$	\$13.281
Precio Acción Mercado \$	\$14.700

El precio de la acción estimado es de \$13.281, el cual se encuentra por debajo del valor que el mercado le entrega a la acción, correspondiente a \$14.700, esto implicaría que según nuestra estimación, el valor de mercado de Almacenes Éxito se encuentra sobrevalorado en la bolsa de valores de Colombia. A modo de comparar el precio estimado a través del método de Flujo de Caja Descontados, se realizará a continuación una valorización de Almacenes Éxito a través del método de múltiplos.

12. Conclusiones

El desarrollo de la valoración de Almacenes Éxito, entrega resultados que permiten concluir que la empresa se encuentra sobrevalorada en la bolsa de valores de Colombia, siendo el valor de la empresa determinado a través del método de Flujo de Caja Descontados menor a la valoración de la empresa en el mercado. En atención a lo anterior, la recomendación más pertinente sería la de vender la acción de esta empresa. Esto se sustenta en que el precio de la acción estimado al 30 de septiembre de 2016, a través del método de flujos de caja descontados, es igual a \$13.281 pesos colombianos, y el precio de cierre al cual se transó la acción en esa misma fecha en el mercado, fue de \$14.700 pesos colombianos. Cabe mencionar que el precio de mercado de la acción, desde el año 2012 hasta el año 2015, ha ido disminuyendo desde los \$35.500 pesos colombianos a los \$13.500 pesos colombianos, respectivamente. La mayor baja de la acción se presenta después de que Almacenes Éxito ingresa a Brasil y Argentina, que son dos países que presentan recesiones durante los últimos años y con múltiples problemas internos, lo que no pareciera cambiar en el corto plazo.

A través de la presente valorización de la empresa, se obtiene un precio de la acción de \$13.281 pesos colombianos, lo que representa \$1.419 pesos colombianos menos que el precio de cierre de la acción de Almacenes Éxito en el mercado al 30 de septiembre de 2016, el cual es de \$14.700, es decir, el precio estimado es un 9,65% menor que el precio observado en el mercado.

Finalmente, podemos concluir que el precio de la acción de Almacenes Éxito al 30 de septiembre de 2016 en la bolsa de valores de Colombia, sería un precio sobrevalorado de acuerdo a lo determinado en el presente informe de valoración de empresa.

13. Anexos

14.1 Bibliografía y referencias utilizadas

- Maquieira, Carlos; Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica, Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010.
- Almacenes Éxito, Resultados financieros Consolidados, 3er trimestre 2016. Medellín, Colombia.
- Almacenes Éxito, Resultados financieros Consolidados, año 2015. Medellín, Colombia.
- Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2014, Medellín, Colombia.
- Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2013, Medellín, Colombia.
- Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2012, Medellín, Colombia.
- Almacenes Éxito, Informe de Gestión anual 2011, Medellín, Colombia.
- Página Web Fondo Monetario Internacional. www.imf.org
- Página Web Comisión Económica para América Latina y el Caribe. www.cepal.org
- Página Web de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales de Colombia. www.dian.gov.co
- Página Web de la Administración Federal de Ingresos Públicos. www.afip.gov.ar
- Página Web de Receita Federal do Brasil. www.receita.fazenda.gov.br
- Página Web Bolsa de Valores de Colombia. www.bvc.com.co
- Página Web Banco de la República de Colombia. www.banrep.gov.co
- Página Web Departamento Administrativo Nacional de Estadística de Colombia. www.dane.gov.co
- Página Web Grupo Éxito Colombia. www.grupoexito.com.co
- Página Web Bancolombia. www.grupobancolombia.com
- Página Web Superintendencia de Sociedades de Colombia. www.supersociedades.gov.co
- Página Web Superintendencia Financiera de Colombia. www.superfinanciera.gov.co
- Principal referencia de trabajo apuntes de clases de Magister en Finanzas Evening, Universidad de Chile; en particular de las asignaturas Valorización de Empresas y Finanzas Corporativas.

14.2 Información de Respaldo

Regresiones para la estimación del Beta Patrimonial

Beta de la Acción 2012 (utilizando COLEQTY)

Dependent Variable: RENT_EXITO
 Method: Least Squares
 Date: 01/09/17 Time: 22:18
 Sample: 10/04/2010 9/24/2012
 Included observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003758	0.002509	1.497805	0.1373
RENT_COLEQTY	0.703445	0.121974	5.767189	0.0000
R-squared	0.245899	Mean dependent var		0.003223
Adjusted R-squared	0.238506	S.D. dependent var		0.029300
S.E. of regression	0.025568	Akaike info criterion		-4.475916
Sum squared resid	0.066679	Schwarz criterion		-4.425062
Log likelihood	234.7476	Hannan-Quinn criter.		-4.455314
F-statistic	33.26047	Durbin-Watson stat		1.971683
Prob(F-statistic)	0.000000			

Beta de la Acción 2013 (utilizando COLEQTY)

Dependent Variable: RENT_EXITO
 Method: Least Squares
 Date: 01/09/17 Time: 23:14
 Sample: 10/03/2011 9/23/2013
 Included observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002819	0.002500	1.127619	0.2621
RENT_COLEQTY	0.911429	0.151130	6.030777	0.0000
R-squared	0.262847	Mean dependent var		0.003902
Adjusted R-squared	0.255620	S.D. dependent var		0.029476
S.E. of regression	0.025431	Akaike info criterion		-4.486622
Sum squared resid	0.065969	Schwarz criterion		-4.435768
Log likelihood	235.3043	Hannan-Quinn criter.		-4.466019
F-statistic	36.37027	Durbin-Watson stat		2.002131
Prob(F-statistic)	0.000000			

Beta de la Acción 2014 (utilizando COLEQTY)

Dependent Variable: RENT_EXITO

Method: Least Squares

Date: 01/09/17 Time: 23:23

Sample: 10/01/2012 9/22/2014

Included observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000450	0.002458	-0.182863	0.8553
RENT_COLEQTY	1.160203	0.152119	7.626931	0.0000
R-squared	0.363177	Mean dependent var		0.000653
Adjusted R-squared	0.356934	S.D. dependent var		0.031211
S.E. of regression	0.025028	Akaike info criterion		-4.518574
Sum squared resid	0.063895	Schwarz criterion		-4.467720
Log likelihood	236.9658	Hannan-Quinn criter.		-4.497971
F-statistic	58.17008	Durbin-Watson stat		2.361558
Prob(F-statistic)	0.000000			

Beta de la Acción 2015 (utilizando COLEQTY)

Dependent Variable: RENT_EXITO

Method: Least Squares

Date: 01/09/17 Time: 23:29

Sample: 9/30/2013 9/21/2015

Included observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.004062	0.002987	-1.359921	0.1769
RENT_COLEQTY	1.365697	0.145261	9.401686	0.0000
R-squared	0.464262	Mean dependent var		-0.007611
Adjusted R-squared	0.459010	S.D. dependent var		0.041081
S.E. of regression	0.030216	Akaike info criterion		-4.141841
Sum squared resid	0.093127	Schwarz criterion		-4.090987
Log likelihood	217.3757	Hannan-Quinn criter.		-4.121239
F-statistic	88.39169	Durbin-Watson stat		2.147825
Prob(F-statistic)	0.000000			

Beta de la Acción a septiembre 2016 (utilizando COLEQTY)

Dependent Variable: RENT_EXITO

Method: Least Squares

Date: 01/09/17 Time: 23:36

Sample: 9/29/2014 9/26/2016

Included observations: 105

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003164	0.004431	-0.714136	0.4768
RENT_COLEQTY	1.359273	0.190819	7.123344	0.0000
R-squared	0.330047	Mean dependent var		-0.005292
Adjusted R-squared	0.323542	S.D. dependent var		0.055077
S.E. of regression	0.045299	Akaike info criterion		-3.332203
Sum squared resid	0.211355	Schwarz criterion		-3.281652
Log likelihood	176.9407	Hannan-Quinn criter.		-3.311719
F-statistic	50.74203	Durbin-Watson stat		2.217128
Prob(F-statistic)	0.000000			

Resumen del Estado de Situación Financiera y Estado de Resultados consolidado en millones de UVR para Almacenes Éxito S.A., entre los periodos de 2012 y septiembre 2016:

	2012	2013	2014	2015	Sept-16
Estado de Situación Financiera MM UVR					
Activo corriente					
Efectivo y equivalentes de efectivo	7.792	8.528	13.737	44.109	15.165
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	1.762	2.010	1.066	15.304	17.326
Gastos pagados por anticipado	0	0	0	0	1.054
Cuentas por cobrar partes relacionadas	0	0	246	277	30
Inventarios	5.417	5.480	5.786	38.122	35.430
Activos por impuestos	221	203	437	4.820	6.650
Otros activos financieros	4.486	4.724	117	1.951	889
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	0	31	95	16.282
Total activo corriente	19.677	20.945	21.421	104.678	92.827
Activo no corriente					
Propiedades, planta y equipo, neto	11.013	10.965	13.978	52.355	55.753

Propiedades de inversión, neto	612	661	3.510	4.747	5.866
Plusvalía	7.018	7.255	7.404	28.572	23.195
Activos intangibles distintos de la plusvalía, neto	10.310	10.115	382	16.235	36.267
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación, neto	0	0	4.893	1.332	1.703
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	200	299	138	2.845	4.143
Gastos pagados por anticipado	0	0	0	0	252
Cuentas por cobrar partes relacionadas	0	0	0	1.078	59
Activo por impuestos diferidos	1.717	1.652	134	2.299	6.953
Activos por impuestos	0	0	0	8.506	8.263
Otros activos financieros	0	0	684	4.969	5.095
Otros activos no financieros	1	1	2	2	2
Total activo no corriente	30.871	30.948	31.125	122.941	147.551
Total activo	50.548	51.893	52.545	227.618	240.378
Pasivo corriente					
Pasivos financieros	13	492	37	17.184	29.734
Provisiones por beneficios a los empleados	366	0	25	18	18
Otras provisiones	220	284	236	276	167
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	10.047	10.534	12.307	80.329	50.990
Cuentas por pagar partes relacionadas	0	0	297	3.017	1.113
Pasivos por impuestos	648	788	501	3.938	2.852
Otros pasivos financieros	0	0	735	143	4.179
Otros pasivos no financieros	597	782	369	3.723	1.804
Pasivo no corrientes mantenidos para la venta	0	0	0	0	13.603
Total pasivo corriente	11.891	12.880	14.508	108.627	104.461
Pasivo no corriente					
Pasivos financieros	735	722	169	29.384	19.511
Provisiones por beneficios a los empleados	81	81	199	181	104
Otras provisiones	0	0	61	4.927	13.632
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	0	0	3	150	235
Cuentas por pagar partes relacionadas	0	0	0	56	51
Pasivos por impuestos diferidos	63	43	255	5.285	15.808
Pasivos por impuestos	241	0	0	1.995	2.004
Otros pasivos financieros	0	0	0	3.128	3.584

Otros pasivos no financieros	292	276	240	4.542	4.433
Total pasivo no corriente	1.412	1.122	927	49.647	59.363
Total pasivo	13.303	14.002	15.435	158.275	163.824
INTERÉS MINORITARIO	67	70	0	0	0
Patrimonio total	37.178	37.821	37.110	69.344	76.554
Total pasivo y patrimonio de los accionistas	50.548	51.893	52.545	227.618	240.378

	2012	2013	2014	2015	Sept-16
Estado de Resultados MM UVR					
Operaciones continuadas					
Ingresos de actividades ordinarias	47.529	48.737	48.760	146.328	208.906
Costo de ventas	-37.022	-37.793	-36.532	-110.167	-155.335
Ganancia bruta	10.507	10.944	12.228	36.161	53.570
Gastos de distribución	0	0	-4.695	-14.498	-24.159
Gastos de administración y venta	-4.303	-4.468	-925	-2.267	-3.236
Gastos por beneficios a los empleados	0	0	-3.737	-12.801	-20.444
Otros ingresos operativos	2.567	2.731	65	196	53
Otros gastos operativos	-4.566	-4.723	-126	-1.088	-2.163
Otras (pérdidas) ganancias, netas	-1.785	-1.864	6	240	0
Ganancia por actividades de operación	2.420	2.620	2.815	5.944	3.516
Ingresos financieros	1.109	776	983	5.362	2.638
Gastos financieros	-1	-394	-721	-7.133	-8.801
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el método de la participación	-96	-358	140	80	288
(Pérdida) ganancia antes del impuesto a las ganancias por operaciones continuadas	2.737	2.636	3.217	4.253	-2.358
(Gasto) por impuestos	-409	-526	-836	-1.745	-545
(Pérdida) ganancia del ejercicio por operaciones continuadas	0	0	2.381	2.508	-2.903
(Pérdida) ganancia del ejercicio por operaciones discontinuadas	0	0	0	0	-529
(Pérdida) ganancia neta	2.328	2.109	2.381	2.508	-3.432